

N°348
2019年
5月

月報

フランス国債庁は納税者の利益を最大化し、かつ最も安全な条件を確保して国の債務と資金を管理することを任務とします。

フランス国債庁の
ニュース

第1ページ

経済
ニュース

第2ページ

国債に関する
データ

第3ページ

流通市場

第5ページ

国の市場性
債務

第6ページ

フランス経済と
国際比較

第8ページ

フランス国債庁の
ニュース

フランスはなぜ物価指数連動OATを発行するのか

フランス国債庁は1988年以来、物価指数連動債を発行しています。2019年4月末日現在、国債発行残高総額に占める物価指数連動債の比率は12.6%でした。フランス国債庁は毎年中期国債発行予定額のおよそ10%をフランスあるいはユーロ圏物価指数に連動する国債として発行しています。

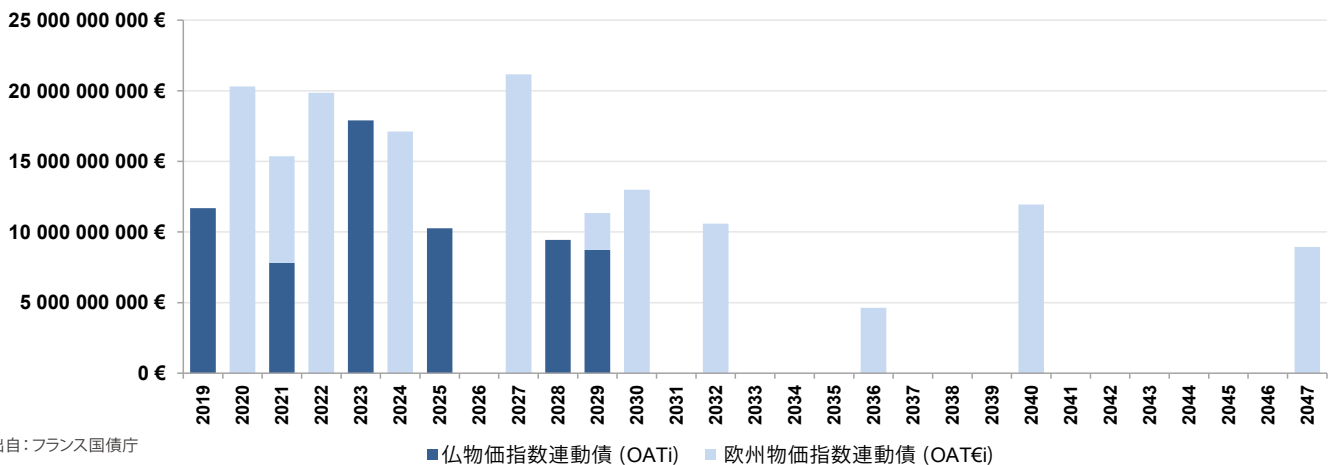
物価指数連動債は、フランスの統計機関INSEEあるいは欧州統計機関EUROSTATが公表する物価指数に応じて元本が変動し、クーポンも満期償還額も変動元本に基づいて支払われることを除いては、通常の国債と同じです。物価指数連動国債の基本文書は連動国債起債決定書の一部をなし、指数連動方式の詳細が記されています。これはフランス国債庁のサイトで閲覧できます。

政府の歳入は物価変動に部分的に左右されます。例えば付加価値税(VAT)は主として家計の消費にかかるもので、これは直に物価に依存するからです。歳入の物価への感応度は二つの結果をもたらせます。まず、物価連動債発行により公共財政収支の変動を平準化できます。他方、支払い約束が物価変動に部分的に連動するためそのリスクをカバーできる資産を求める経済主体(年金基金、Livret A預金通帳等)に比べて、政府はインフレリスクをそれほど嫌いません。物価指数連動債発行により、政府は国債保有を望む投資家ベースを拡大し、よって平均発行費用を軽減することができるのです。

さらに、物価指数連動債はブレイク・イーブン・インフレ率(通常の国債と物価指数連動債の利回りの差)の計算により、市場介入者のインフレ予測の変化の推定を可能にします。これは金融政策担当者等にとって特に有益な情報です。

投資家の需要に応じるために、フランス国債庁は物価指数連動債の二つのセグメントを維持し、定期的に追加発行しています。仏物価指数連動債の発行残高はここ10年あまり600~800億ユーロの間で推移し、欧州物価指数連動債は発行残高が伸び続けて現在約1300億ユーロに達しています。

物価指数連動OATの発行残高



¹ 仏物価指数連動債は1998年より、欧州物価指数連動債は2001年より発行。

² Diagnostics Prévision et Analyses Economiques n°99 (経済診断・予測・分析 第9号): « Une modélisation analytique des stratégies d'endettement de l'État » (政府債務戦略の分析的モデル化), 著者: Jean-Paul RENNE, Nicolas SAGNES。

ダウンロード: <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/file/326802>

またもや政策がサイクルの支配的要因に：政策緩和と貿易摩擦

Chetan Ahya、チェタン・アヒア、チーフエコノミスト・経済リサーチ総責任者、モルガン・スタンレー

世界経済は政策支配型に戻った。2017年から2018年上半期にかけては民間セクターが自律的回復軌道に乗り緩和政策終了に向かうことができたが、世界経済は再度政策支援に依存するようになった。現下のサイクル（2018年下半期以降）では貿易摩擦とそれに対処しようとする緩和政策がサイクルの動向の決定要因となり続けるであろう。貿易摩擦は世界経済サイクルの信憑性ある有意なリスクとして再度浮上してきたのだ。

主たる緩和要因は、中国がかなりの財政刺激策を導入し（GDPの1.75%）、FRBが明確な引締めバイアスを止めたことである。米国の金融条件は2018年12月以来、政策金利相当で100 bp 緩和し、現在成長を下支えしている。我々のベースシナリオでは、中国政府の政策的下支えと金融緩和が相まって、向こう数四半期間に若干の回復をもたらすことになるであろう。

1) 米中銀：貿易摩擦が長引けば金利引下げも

貿易摩擦は米国経済見通しを悪化させる：貿易摩擦の成長への影響については、これが金融条件をタイトにするので、間接的効果（企業の信頼感と設備投資）が直接的効果（サプライチェーンを通じての）を上回る傾向がある。このタイト化により企業は設備投資と採用を控えるため、タイト化が成長への主要伝達チャネルとなる。追加のチャネルとして米企業の収益性がある。まず国際取引からの収益が悪化するからだ。さらに、企業はコスト圧力増大をすべて消費者に転嫁することはできないであろう。

米中銀はどう対応するか？関税のさらなる引上げがコアPCE価格指数に上昇圧力をかけることはほぼ確実であるが、中銀はインフレへの影響を一時的とみなし、よりタイトな金融条件とその成長への影響に注目するであろうと我々は考える。これを背景として、我々の拡大エスカレートシナリオでは、中銀は貿易摩擦が米経済を不況に追い込む要因となると見て、まず政策金利を50pbカットするであろうと見込んでいる。逆に貿易交渉が行き詰る（合意なしに終わる）というシナリオでは、米国では不況が到来し中銀が金利を2020年春には最低の0%まで引下げると予測している。

2) 中国：労働市場安定が主要目標

緩和路線の維持：中国の政策決定者は労働市場安定化目標を重視しつつけると我々は見ている。金融政策は相対的により受動的となろうが、財政緩和に関連して国債発行を容易にすると見られる。既存の緩和政策に支えられて中国経済は2019年度下期から回復すると我々は予測する。

貿易摩擦が長引けば緩和効果は鈍る：中国に於いても貿易摩擦が金融条件と企業の信頼感を悪化させるであろう。さらに、これまでの中国の緩和策の半分は減税を通じてのものであったが、企業が減税による節約を投資にまわさないなら効果は鈍るであろうし、貿易摩擦が長引けばそうした帰結となるであろう。この文脈で政策決定者がさらなる緩和策をとるなら、それは経済における支出を直に増加させる策となろう。

拡大エスカレート、緩和政策の加速：拡大エスカレートシナリオでは、中国の政策決定者が緩和のペースを早め、2019年末までに広義の信用増加は年12.5～13%に、財政刺激策はGDPの2.25%になると予測する。措置としては、インフラ投資増大を通じて経済を直に刺激する、消費者向けの措置、広範な銀行のRRR目標預金準備率引下げによるサポートが含まれるであろう。

交渉行詰りでは強硬な緩和策：米中貿易交渉が物別れに終わるなら、広義の信用増加は追加150～200 bp、財政刺激策は合計でGDPの3.5%になると予測する。さらには、公開市場操作や中期貸付ファシリティー金利カット、インフラ債割当の引上げ、不動産市場やシェードバンキングに関する政策の緩和といった措置が緩和策として導入されることもある。

免責事項：フランス国債庁はこの論壇をエコノミストが自由に意見を発表する場として提供しています。ここに表明された意見は著者の見解であり、フランス国債庁や経済財務省の責任が問われるものではありません。

Cellule OAT Verte グリーンOAT班

グリーンOAT調達資金の受皿となる適格グリーン支出選択の省庁間手続きコーディネーション
グリーン支出の追跡と資金配分・パフォーマンス報告書の作成
グリーンOAT販促・広報活動への参加

公募入札スケジュール

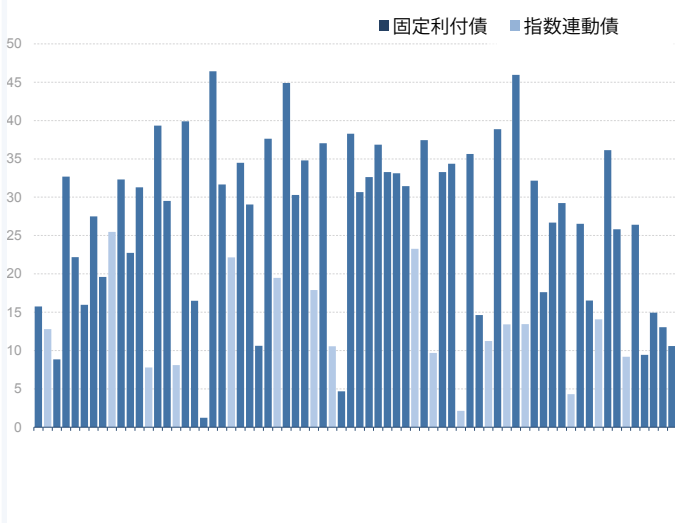
		短期国債					中期国債	長期国債	指数連動債
2019年6月	入札日	3	11	17	24	/	20	6	20
	払込日	5	13	19	26	/	24	10	24
2019年7月	入札日	1	8	15	22	29	18	4	18
	払込日	3	10	17	24	31	22	8	22

日にち変更(祭日等)

出自: フランス国債庁

国の市場性債務 2019年4月30日現在

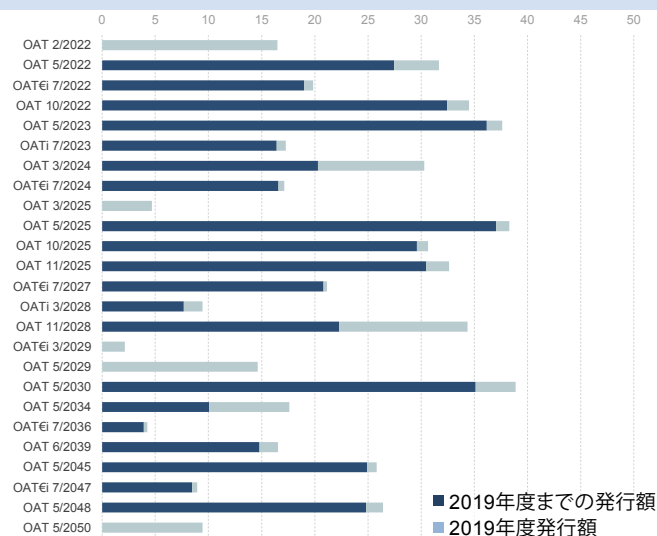
銘柄毎の現在の発行残高 単位: 10億ユーロ



出自: フランス国債庁

中長期国債 年初以来の発行額と累計
2019年4月30日現在

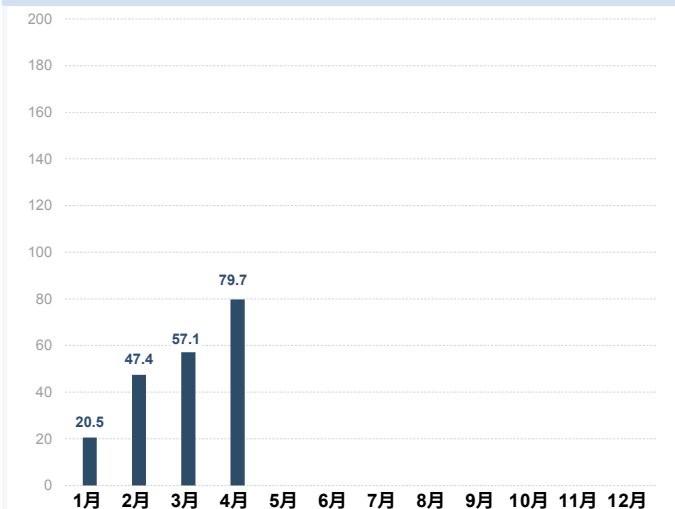
単位: 10億ユーロ



出自: フランス国債庁

2019年4月30日現在の正味発行残高(買入消却を差引いた額)

単位: 10億ユーロ



出自: フランス国債庁

中長期国債償還予定表 2019年4月30日現在

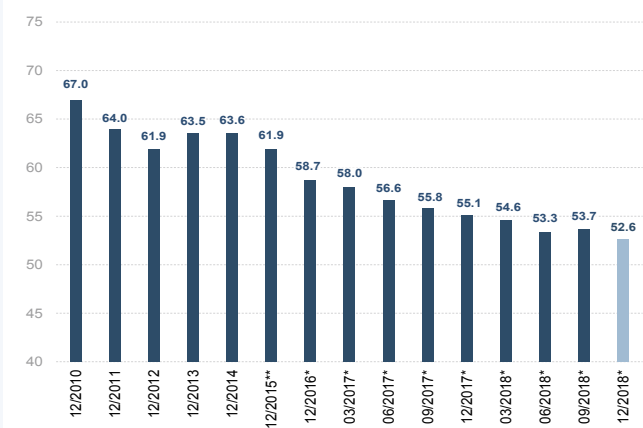
単位: 10億ユーロ

月	利子	償還額
2019年5月	6.5	15.7
2019年6月	0.3	
2019年7月	3.1	12.9
2019年8月		
2019年9月		
2019年10月	12.5	41.5
2019年11月	1.5	22.2
2019年12月		0.0
2020年1月		
2020年2月		16.0
2020年3月	0.0	
2020年4月	12.1	27.5

出自: フランス国債庁

国の市場性債務 非居住者保有比率、2019年第4四半期

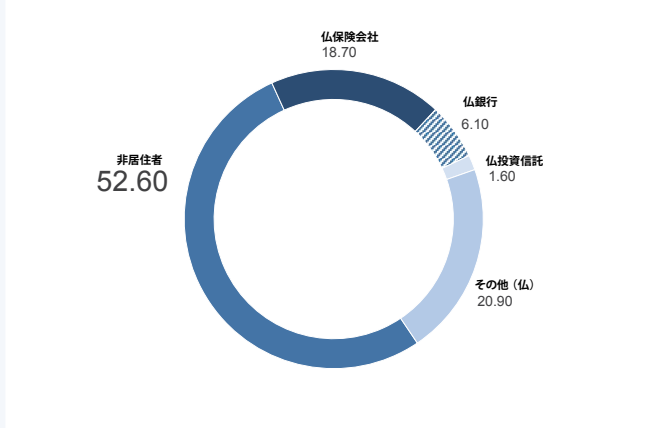
市場性債務（市価ベース）に対する%



* 四半期ポジションをもとに作成した比率
 ** 最新年次報告書のポジションで見直した数値
 出自：フランス銀行

国債保有者カテゴリー別内訳、2019年第4四半期

カテゴリー毎の% 市価ベース



出自：フランス銀行

国の市場性債 2019年4月30日現在

単位：ユーロ

中長期国債合計	1,683,586,563,748
ストリップス債残高	62,613,734,700
平均残存期間	8年194日
短期国債合計	106,666,000,000
平均残存期間	109日
総発行残高	1,790,252,563,748
平均残存期間	8年15日

出自：フランス国債庁

2015年度末から2019年4月30日までの国の市場性債務

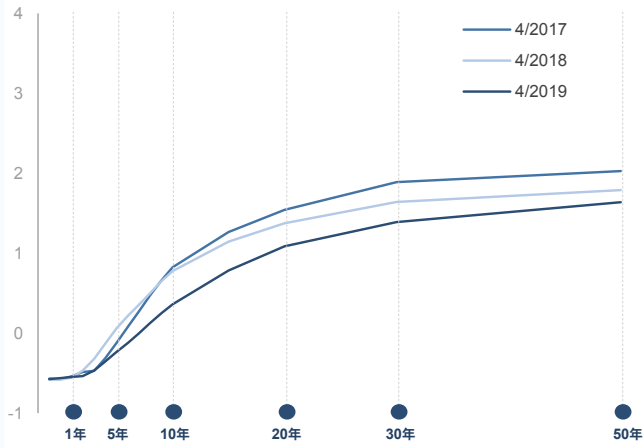
単位：10億ユーロ

	2016年 末日	2017年 末日	2018年 末日	2019年 末日	2019年 4月末
市場性債務残	1,621	1,686	1,756	1,798	1,790
うち指数連動債	200	202	220	223	225
中長期国債	1,487	1,560	1,644	1,690	1,684
短期国債	134	126	113	108	107
市場性債務の平均残存期間	7年	7年	7年	7年	8年
	195日	296日	336日	346日	15日

出自：フランス国債庁

フランス国債利回り曲線

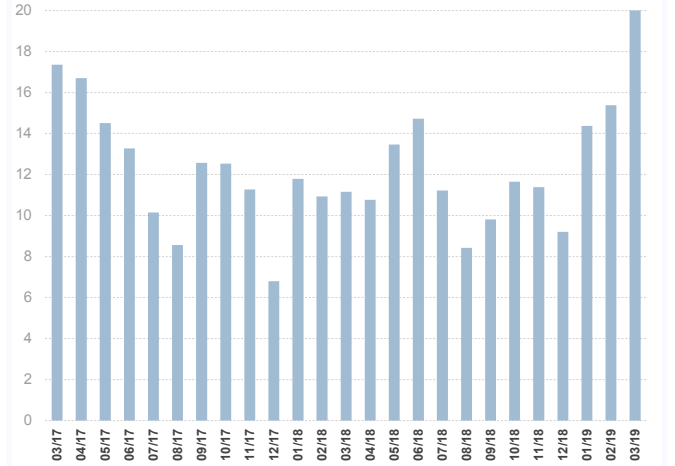
月末の値、%



出自：Bloomberg

中長期国債一日平均出来高

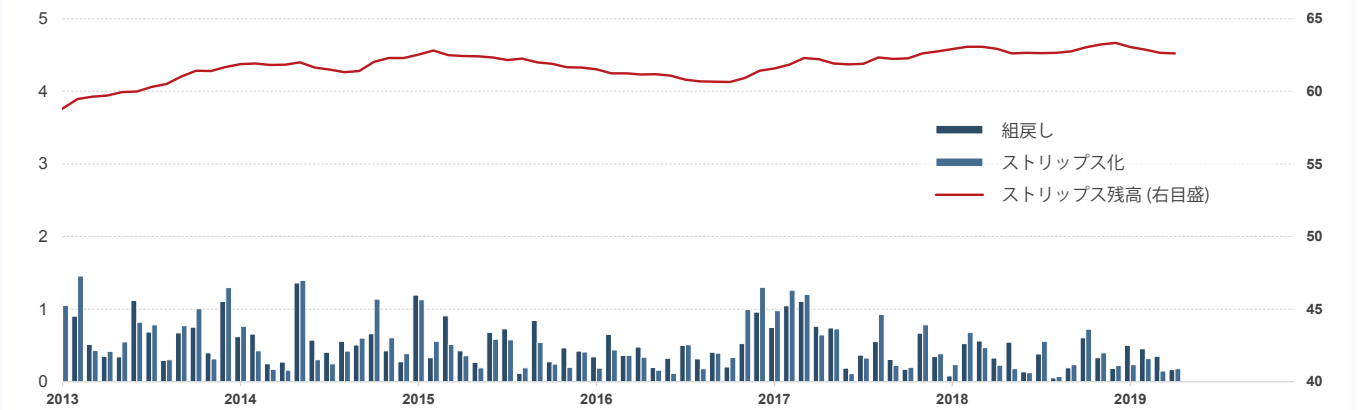
単位：10億ユーロ



出自：SVTの申告、但しユーロシステムの公債買入プログラムに係る取引は除外

ストリップ債と組戻しの出来高

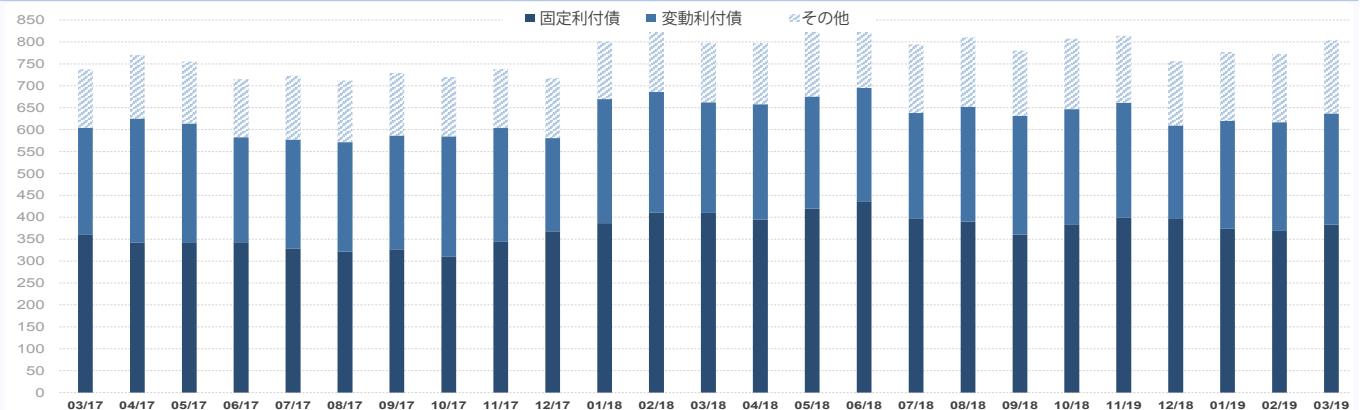
単位：10億ユーロ



出自：Euroclear

月末のSVTレポ取引高

単位：10億ユーロ



出自：SVT（プライマリーディーラー）の申告

短期国債、2019年4月30日現在

ISINコード	期日	発行残高 (€)
FR0125375016	BTF 2 May 2019	5,958,000,000
FR0125218232	BTF 8 May 2019	3,768,000,000
FR0125375024	BTF 15 May 2019	5,714,000,000
FR0124909666	BTF 22 May 2019	4,752,000,000
FR0125375032	BTF 29 May 2019	5,612,000,000
FR0125218240	BTF 5 June 2019	3,100,000,000
FR0125375040	BTF 13 June 2019	5,081,000,000
FR0124909674	BTF 19 June 2019	3,745,000,000
FR0125375057	BTF 26 June 2019	5,189,000,000
FR0125375065	BTF 3 July 2019	3,731,000,000
FR0125533028	BTF 10 July 2019	5,323,000,000
FR0125064875	BTF 17 July 2019	4,369,000,000
FR0125533036	BTF 24 July 2019	3,077,000,000
FR0125375073	BTF 31 July 2019	4,648,000,000
FR0125064883	BTF 14 August 2019	4,634,000,000
FR0125375081	BTF 28 August 2019	3,965,000,000
FR0125064891	BTF 11 September 2019	4,510,000,000
FR0125533036	BTF 25 September 2019	2,253,000,000
FR0125218257	BTF 9 October 2019	4,405,000,000
FR0125218265	BTF 6 November 2019	4,204,000,000
FR0125375099	BTF 2 January 2020	4,991,000,000
FR0125375107	BTF 29 January 2020	4,165,000,000
FR0125375115	BTF 26 February 2020	4,483,000,000
FR0125533119	BTF 25 March 2020	4,989,000,000

ISINコード	銘柄	発行残高 (€)	連動係数	額面発行残高(€)	ストリップス債(€)	CAC
2019年償還物		92,300,774,111				
FR0011708080	OAT 1.00% 25 May 2019	15,735,000,000			0	x
FR0010850032	OATi 1.30% 25 July 2019	12,805,810,500 (1)	1.09545	11,690,000,000	0	
FR0000570921	OAT 8.50% 25 October 2019	8,844,392,893			5,590,585,100	
FR0010776161	OAT 3.75% 25 October 2019	32,695,000,000			0	
FR0011993179	OAT 0.50% 25 November 2019	22,177,000,000			5,000,000	x
FR0000570954	OAT cap. 9.82% 31 December 2019	43,570,718 (2)		6,692,154	-	
2020年償還物		143,598,862,400				
FR0013232485	OAT 0.00% 25 February 2020	15,975,000,000			0	x
FR0010854182	OAT 3.50% 25 April 2020	27,486,000,000			0	
FR0012557957	OAT 0.00% 25 May 2020	19,594,000,000			0	x
FR0010050559	OAT€i 2.25% 25 July 2020	25,489,659,300 (1)	1.25503	20,310,000,000	0	
FR0010949651	OAT 2.50% 25 October 2020	32,312,000,000			0	
FR0012968337	OAT 0.25% 25 November 2020	22,742,000,000			3,000,000	x
2021年償還物		155,898,235,440				
FR0013311016	OAT 0.00% 25 February 2021	31,275,000,000			0	x
FR0013140035	OAT€i 0.10% 1 March 2021	7,784,203,440 (1)	1.02884	7,566,000,000	0	x
FR0010192997	OAT 3.75% 25 April 2021	39,352,000,000			0	
FR0013157096	OAT 0.00% 25 May 2021	29,504,000,000			0	x
FR0011347046	OATi 0.10% 25 July 2021	8,092,032,000 (1)	1.03744	7,800,000,000	0	
FR0011059088	OAT 3.25% 25 October 2021	39,891,000,000			0	
2022年償還物		152,464,733,560				
FR0013398583	OAT 0.00% 25 February 2022	16,485,000,000			0	x
FR0000571044	OAT 8.25% 25 April 2022	1,243,939,990			471,888,400	
FR0011196856	OAT 3.00% 25 April 2022	46,422,000,000			0	
FR0013219177	OAT 0.00% 25 May 2022	31,666,000,000			0	x
FR0010899765	OAT€i 1.10% 25 July 2022	22,149,793,570 (1)	1.11569	19,853,000,000	0	
FR0011337880	OAT 2.25% 25 October 2022	34,498,000,000			0	

(1) 額面連動係数 (連動係数が1未満の場合は額面)

(2) 2017年12月31日現在の元本組入利子を含む。公募対象外。

* 2013年1月1日以降発行された債券は、すべてのユーロ圏発行債券がそうであるように、集団行動条項 (CAC) があるため、2012年末日までに発行された債券に統合することはできません。集団行動条項 (CAC) があるため、2012年末日までに発行された債券に統合することはできません。

中長期国債 (2023-2033償還物) : 2019年4月30日現在

ISINコード	銘柄	発行残高(€)	連動係数	額面発行残高(€)	ストリップス債(€)	CAC
2023年 償還物		141,704,057,803				
FR0013283686	OAT 0.00% 25 March 2023	29,059,000,000			0	×
FR0000571085	OAT 8.50% 25 April 2023	10,606,195,903			5,390,065,200	
FR0011486067	OAT 1.75% 25 May 2023	37,638,000,000			0	×
FR0010585901	OATi 2.10% 25 July 2023	19,482,861,900 (1)	1.12846	17,265,000,000	0	
FR0010466938	OAT 4.25% 25 October 2023	44,918,000,000			440,085,000	
2024年 償還物		120,010,849,590				
FR0013344751	OAT 0.00% 25 March 2024	30,288,000,000			0	×
FR0011619436	OAT 2.25% 25 May 2024	34,810,000,000			0	×
FR0011427848	OAT€i 0.25% 25 July 2024	17,887,849,590 (1)	1.04479	17,121,000,000	0	×
FR0011962398	OAT 1.75% 25 November 2024	37,025,000,000			42,000,000	×
2025年 償還物		116,823,073,178				
FR0012558310	OATi 0.10% 1 March 2025	10,550,145,060 (1)	1.02858	10,257,000,000	0	×
FR0013415627	OAT 0.00% 25 March 2025	4,684,000,000			0	×
FR0012517027	OAT 0.50% 25 May 2025	38,297,000,000			0	×
FR0000571150	OAT 6.00% 25 October 2025	30,653,928,118			2,858,064,400	
FR0012938116	OAT 1.00% 25 November 2025	32,638,000,000			0	×
2026年 償還物		103,265,000,000				
FR0010916924	OAT 3.50% 25 April 2026	36,867,000,000			0	
FR0013131877	OAT 0.50% 25 May 2026	33,274,000,000			0	×
FR0013200813	OAT 0.25% 25 November 2026	33,124,000,000			0	×
2027年 償還物		92,169,785,200				
FR0013250560	OAT 1.00% 25 May 2027	31,451,000,000			0	×
FR0011008705	OAT€i 1.85% 25 July 2027	23,264,785,200 (1)	1.09947	21,160,000,000	0	
FR0011317783	OAT 2.75% 25 October 2027	37,454,000,000			45,543,600	
2028年 償還物		77,342,522,381				
FR0013238268	OATi 0.10% 1 March 2028	9,684,410,970 (1)	1.02687	9,431,000,000	0	×
FR0000571226	OAT zero coupon 28 March 2028	28,111,411 (3)		46,232,603	-	
FR0013286192	OAT 0.75% 25 May 2028	33,272,000,000			0	×
FR0013341682	OAT 0.75% 25 November 2028	34,358,000,000			0	×
2029年 償還物		63,649,832,665				
FR0013410552	OAT€i 0.10% 1 March 2029	2,128,000,000 (1)	0.98990	2,128,000,000	0	×
FR0000571218	OAT 5.50% 25 April 2029	35,644,880,458			2,634,546,100	
FR0000186413	OATi 3.40% 25 July 2029	14,641,000,000			0	×
FR0000186413	OATi 3.40% 25 July 2029	11,235,952,207 (1)	1.28644	8,734,144,000	0	
2030年 償還物		52,283,810,000				
FR0011883966	OAT 2.50% 25 May 2030	38,876,000,000			0	×
FR0011982776	OAT€i 0.70% 25 July 2030	13,407,810,000 (1)	1.03137	13,000,000,000	0	×
2031年 償還物		45,948,000,000				
FR0012993103	OAT 1.50% 25 May 2031	45,948,000,000			54,500,000	×
2032年 償還物		45,622,314,450				
FR0000188799	OAT€i 3.15% 25 July 2032	13,459,991,850 (1)	1.27161	10,585,000,000	0	
FR0000187635	OAT 5.75% 25 October 2032	32,162,322,600			11,161,357,400	
2033年以降 償還物		280,504,916,070				
FR0013313582	OAT 1.25% 25 May 2034	17,604,000,000			0	×
FR0010070060	OAT 4.75% 25 April 2035	26,678,000,000			4,799,037,000	
FR0013154044	OAT 1.25% 25 May 2036	29,226,000,000			0	×
FR0013327491	OAT€i 0.10% 25 July 2036	4,297,276,800 (1)	1.01160	4,248,000,000	0	×
FR0010371401	OAT 4.00% 25 October 2038	26,534,000,000			4,732,931,400	
FR0013234333	OAT 1.75% 25 June 2039	16,530,000,000			0	×
FR0010447367	OAT€i 1.80% 25 July 2040	14,072,490,770 (1)	1.17791	11,947,000,000	0	
FR0010773192	OAT 4.50% 25 April 2041	36,152,000,000			6,595,899,000	
FR0011461037	OAT 3.25% 25 May 2045	25,824,000,000			1,364,710,000	×
FR0013209871	OAT€i 0.10% 25 July 2047	9,186,148,500 (1)	1.02650	8,949,000,000	0	×
FR0013257524	OAT 2.00% 25 May 2048	26,409,000,000			764,800,000	×
FR0013404969	OAT 1.50% 25 May 2050	9,430,000,000			25,000,000	×
FR0010171975	OAT 4.00% 25 April 2055	14,926,000,000			7,621,618,000	
FR0010870956	OAT 4.00% 25 April 2060	13,055,000,000			7,369,204,100	
FR0013154028	OAT 1.75% 25 May 2066	10,581,000,000			643,900,000	×

(1) 額面連動係数 (連動係数が1未満の場合は額面)

(3) 2018年12月31日現在の価値。公募対象外。

* 2013年1月1日以降発行された債券は、すべてのユーロ圏発行債券がそうであるように、集団行動条項 (CAC) があるため、2012年末日までに発行された債券に統合することはできません。集団行動条項 (CAC) があるため、2012年末日までに発行された債券に統合することはできません。

最新景気指標

鉱工業生産 前年同期比	-0.9%	05/2019
家計の消費*、前年同期比	0.7%	04/2019
失業率 (ILO)	8.7%	2019年第1四半期
消費者物価、前年同期比		
・全品目	1.3%	04/2019
・たばこを除く全品目	1.1%	04/2019
貿易収支 FOB-FOB、季節調整済み	-53億€	03/2019
" "	-41億€	02/2019
経常収支、季節調整済み	-13億€	03/2019
" "	-6億€	02/2019
10年コンスタント・マチュリティーレート(TEC 10)	0.22%	31/05/2019
3ヵ月金利(Euribor)	-0.32%	29/05/2019
ユーロ/ドル	1.11	30/05/2019
ユーロ/円	122.10	30/05/2019

* 工業製品

出自：Insee (国立統計経済研究所)・経済財務省・フランス銀行

月毎の政府予算状況

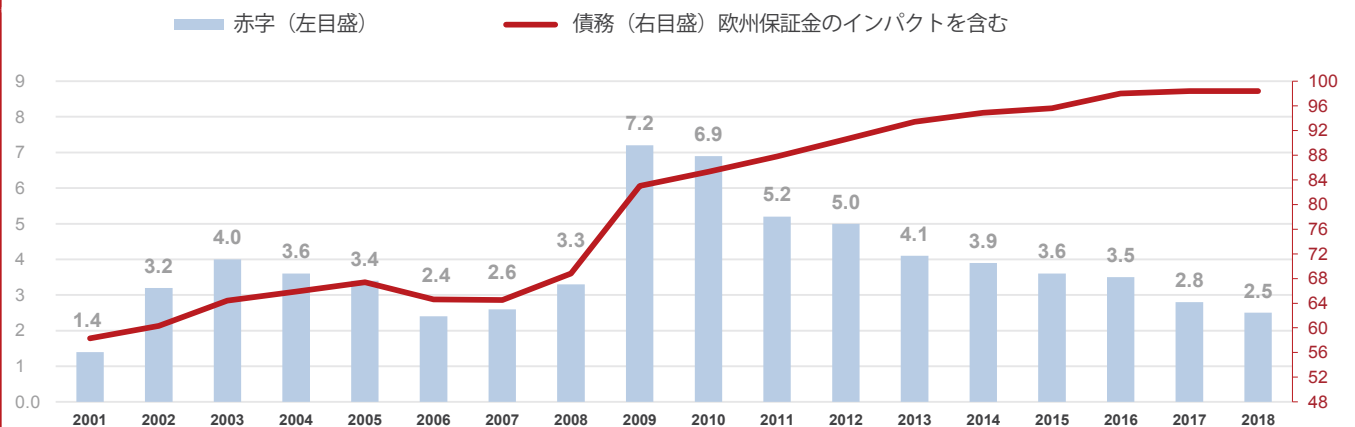
単位：10億ユーロ

	2017		3月末のレベル		
	2017	2018	2017	2018	2019
一般予算収支	-73.35	-76.88	-10.12	-12.32	-25.18
歳入	313.59	313.82	78.34	76.25	65.66
歳出	386.94	390.69	88.46	88.57	90.85
国庫特別勘定収支"	5.53	0.82	-19.45	-20.73	-15.52
予算執行総収支					

出自：Minefi

公共財政：赤字と債務

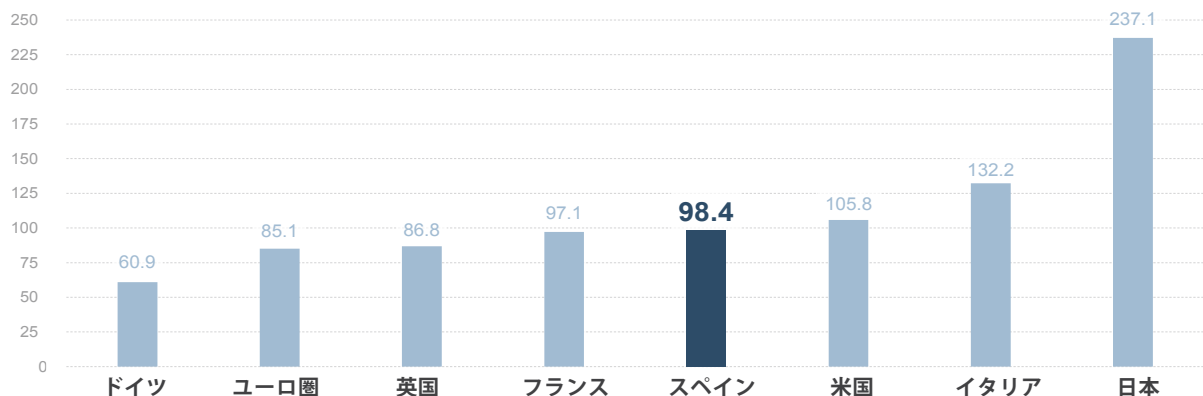
対GDP%




出自：Insee (国立統計経済研究所)・経済財務省・フランス銀行

2018年度の一般政府債務


対GDP%



出自：Eurostat・IMF・Insee (国立統計経済研究所)

2019年6月 

7 4月の貿易統計- 金額ベース	7 4月の国際収支	7 鉱工業生産： 4月の指数	12 2019年第1四半 期の賃金雇用	14 4月の消費者物価 指数	14 5月のネット外貨準 備高
18 5月の調和化物価 指数	25 産業界の 景気観測： 5月の月例調査	26 5月の家計の 財の消費支出	28 4月の家計の 財の消費支出	28 2019年 第1四半期の一般 政府債務（マースト リヒト基準による）	28 工業の生産者 価格と輸入価格： 5月の指数

2019年7月 

7 5月の国際収支	10 5月の貿易統計- 金額ベース	11 鉱工業生産： 5月の指数	15 6月の消費者 物価指数	15 6月のネット外貨 準備高	17 6月の調和化 物価指数
24 産業界の 景気観測： 7月の月例調査	26 工業の生産者価格 と輸入価格： 6月の指数	26 家計の景況感： 6月の調査	30 2019年 第2四半期 GDP 1次速報値	30 5月の家計の 財の消費支出	

出自：Insee（国立統計経済研究所）、Eurostat

発行責任者：Anthony Requin
執筆：Agence France Trésor
仏語・英語・アラブ語・中国語・スペイン語・日本語・ロシア語版があります。

www.aft.gouv.fr

Bloomberg : TREX<GO> • REUTERS : <TRESOR> • in

ご注意：
この刊行物は Agence France Trésor（フランス国債庁）の独占的所有物であり、その構成要素は全て知的所有権法典の規定、特に著作権に関わる規定により保護されています。この文書の内容の全部又は部分的な無断複製・転載は、どのような手段によるものであれ、禁止されます。従ってこの著作物の内容の複製・転載は、非商業的利用に限定され、且つ権利者の許諾をいかなる場合でも得なければなりません。許諾申請にあたっては、発行責任者に電子メールを送って（contact@aft.gouv.fr）、英語または仏語で許諾を求めて下さい。再利用にあたっては、出所、複製の日付とコピーライト表示 @Agence France Trésor を明記してください。
翻訳：経済財務省翻訳センター